

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

PAULINA ZIEMBIŃSKA TEL. 0 22 829 0256

E-MAIL: research@brebank.com.pl**Daily Letter****środa, 16 lutego 2011**

STRON: 7

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Zatrudnienie r/r	Styczeń	2,9%	2,6%	2,4%
POL	14:00	Płace r/r	Styczeń	5,0%	5,1%	5,4%
USA	14:30	PPI m/m	Styczeń	-	0,8%	1,1%
USA	14:30	Housing starts SAAR	Styczeń	-	539tys.	529tys.
USA	14:30	Housing permits SAAR	Styczeń	-	570tys.	635tys.
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	Styczeń	-	0,6%	0,8%
USA	20:00	FOMC „Minutes”	-	-	-	-

Dziś publikacja danych o zatrudnieniu i płacach

Dane zostaną opublikowane o godzinie 14:00. Spodziewamy się, że płace wzrosły o 5,0% wobec 5,4% poprzednio (konsensus rynkowy 5,1%). Względnie wysoka dynamika płac to wynik efektu bazy w górnictwie oraz płac w przetwórstwie przemysłowym rosnących w tempie 5-6% rocznie od wielu miesięcy. W przypadku zatrudnienia na oczekiwaną przez nas 2,9% dynamikę (konsensus rynkowy 2,6%) wpływają efekty statystyczne, związane ze zmianą próbki przedsiębiorstw GUS.

Znaczny wzrost inflacji w styczniu

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,8% w styczniu z 3,1% zanotowanych w grudniu (konsensus rynkowy na poziomie 3,4%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 1,2%.

Choć rozbieżność danych inflacyjnych jest na początku roku bardzo skąpe, z dużą dozą prawdopodobieństwa można przyznać, że za wzrost powyżej oczekiwań odpowiedzialne są po połowie ceny żywności (znacznie powyżej sezonowego wzorca, po raz kolejny w kompletnym oderwaniu od cen żywności w regionie) oraz kategorii, w których wprowadzenie wyższej stawki VAT mogło odbyć się bez większych komplikacji (głównie ceny regulowane w kategorii mieszkanie).

Choć obecnie trudno spekulować odnośnie kierunku wpływu zmian wag w koszyku inflacyjnym, inflacja za luty nie powinna przekroczyć 4%, zwłaszcza że gwałtowny wzrost cen pozwala sądzić, że dostosowanie w nowym roku przebiegło skokowo i prawdopodobnie nie zaobserwujemy żadnych opóźnień.

Wyższy odczyt inflacyjny sprawia, że marzec znów powraca w wycenie instrumentów stopy procentowej jako najbardziej prawdopodobny moment kolejnej podwyżki stóp. Biorąc jednak pod uwagę egzogeniczną przyczynę wzrostu inflacji (głównie zmiany w podatkach pośrednich), której efekty identyczne są z efektami podaźowymi, RPP nie musi

bezwzględnie reagować kolejną podwyżką stóp procentowych, o ile nie dojdzie do destabilizacji oczekiwań inflacyjnych. Co więcej, zgodnie z praktyką innych banków centralnych (patrz publikacja przez Narodowy Bank Czech ścieżki inflacji po wyłączeniu efektów „pierwszej rundy” zmian w podatkach pośrednich jako zmiennej decyzyjnej), RPP może być przede wszystkim zainteresowana skalą trwałości przeniesienia podwyżek VAT na wskaźnik inflacji – jeśli jest to tylko efekt statystyczny, wygaśnie już w styczniu 2012 roku. Co więcej, skalę destabilizacji „rynkowych” cen poprzez podwyżki VAT będzie można dość precyzyjnie ocenić posiłkując się deflatorem sprzedaży detalicznej, jako kategorią stricte popytową. Argumentem na rzecz pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie może być także: 1) reakcja RPP w styczniu (między wierszami pojawiała się kwestia ubezpieczenia na wypadek inflacji), 2) brak rozwiązania mechanizmu pomocy dla strefy euro (wiążące decyzje, zwłaszcza w zakresie kompetencji ESM zapadną dopiero 11 marca), 3) projekcja inflacyjna, w której wobec spadkowej tendencji PKB po 2011 roku trudno będzie wygenerować rosnącą ścieżkę inflacji, zwłaszcza w obliczu efektów bazowych powodowanych przez bieżące szoki żywnościowe, czy też zmiany podatkowe.

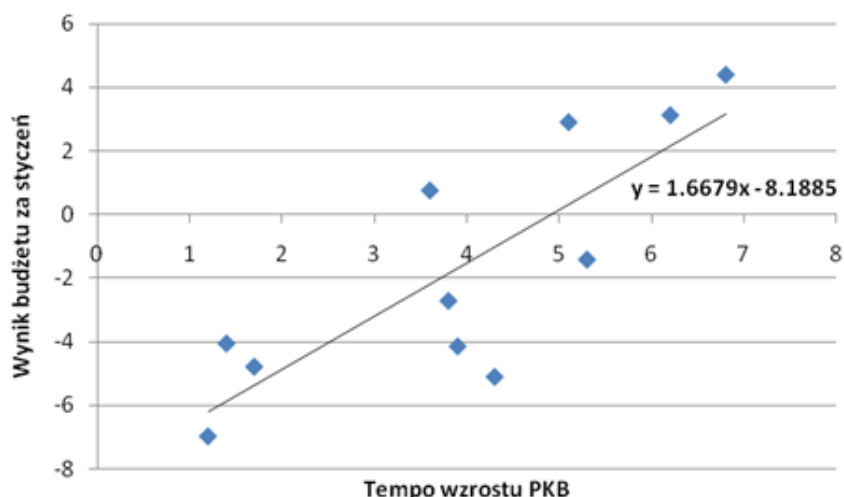
Wyższa inflacja spowodowała wzrost rentowności 1,2Y o około 15pb oraz 10-12pb na 5Y. Wzrost oczekiwań na zacieśnienie monetarne skutkował też umocnieniem złotego, który z poziomów powyżej 3,94 obniżył się do 3,9240.

2,8 mld zł deficytu budżetowego po styczniu

Po styczniu deficyt budżetu centralnego wyniósł 2,8 mld zł. Dla porównania po styczniu 2010 roku deficyt był znacznie wyższy i wyniósł 4,8 mld zł.

Dochody budżetu wyniosły 24,6 mld zł i były o ponad 2,4 mld zł wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wyższe wpływy podatkowe należy przede wszystkim wiązać z wyższą dynamiką VAT (wpływy okazały się wyższe o ponad 2 mld niż w roku poprzednim, co jest kontynuacją tendencji z poprzednich miesięcy. Wpływ wyższej stawki VAT na wykonanie miesięczne jest ograniczony.). Na wykrywanie trendu w pozostałych kategoriach podatków prawdopodobnie trzeba będzie poczekać do końca okresu rozliczeń podatków za rok poprzedni. Po stronie wydatkowej nastąpiła stabilizacja w ujęciu rocznym i to pomimo dwukrotnie większych kosztów obsługi długu.

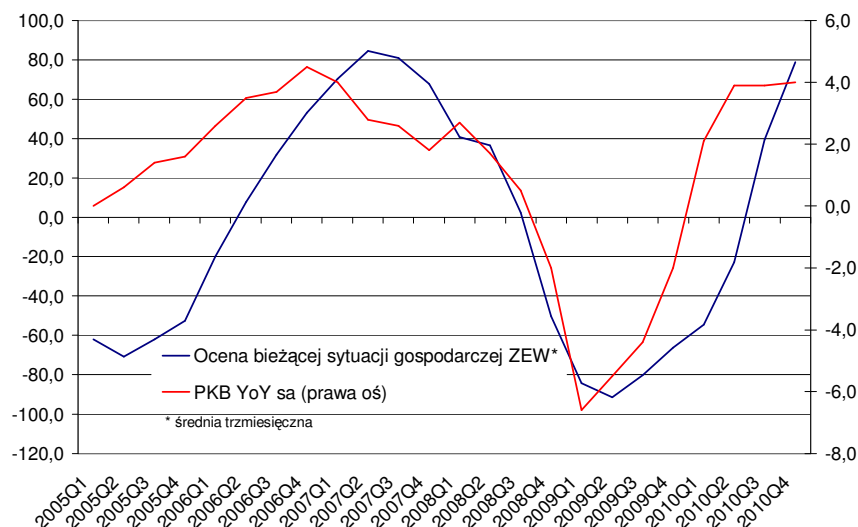
Przy okazji publikacji budżetu pojawiły się wątpliwości, czy styczniowy deficyt to pozytywny, czy też negatywny sygnał. Argumentacja rynkowa była następująca: 1) pozytywny, bo o połowę niższy niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku, 2) negatywny, bo przecież w okresie 2006-2009 cały czas były nadwyżki. Postanowiliśmy rozwikłać tę zagadkę łącząc tempo wzrostu PKB w roku poprzedzającym publikację deficytu (czyli dla stycznia 2011 okresem odniesienia jest 2010 rok) z deficytem w styczniu. Wyniki prezentuje wykres. Istnieje trwała i istotna statystycznie relacja pomiędzy tymi dwiema wielkościami – okazuje się, że wykonanie budżetu w styczniu na poziomie 0 (zrównoważenie) występuje średnio rzecz biorąc, gdy rok wcześniej tempo wzrostu PKB wynosi 4,9%. Tym samym obecny deficyt (przy ubiegłorocznym tempie wzrostu 3,8%) jest wielkością normalną.



Wzrost PKB w strefie euro, wzrost indeksu ZEW, choć niższy od oczekiwań

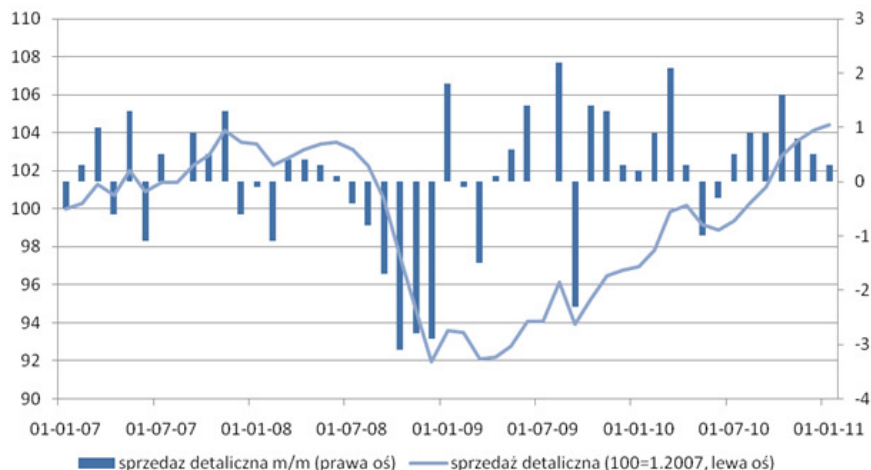
PKB wzrósł w IV kw. 2010 r. w strefie euro (EA16) o 0,3% (kw/kw) i był o 2,0% wyższy niż w analogicznym kwartale 2009 r. Motorem wzrostu strefy pozostają Niemcy, które jednak zanotowały nieco słabszy kwartał w efekcie mroźnej zimy (0,4% w IV kw. 2010 r. wobec 0,7% w III kw. 2010 r.). Mroźna zima przyczyniła się również do spadku PKB w Wielkiej Brytanii o 0,5%.

Odczyt indeksu ZEW za luty 2011 r. był gorszy od konsensusu i wyniósł 15,7 pkt. W porównaniu ze styczniem indeks wzrósł jednak o 0,3 pkt. Nieznacznie poprawiła się również ocena bieżącej sytuacji gospodarczej wśród ankietowanych ZEW (85,2 pkt, wzrost o 2,4 pkt MoM). Poprawa oceny obecnej sytuacji gospodarki Niemiec przynajmniej tłumaczy oczekiwania odbudowy produkcji budowlanej po mroźnej zimie (patrz wykres) – oczekujemy, że gospodarka niemiecka pozostanie motorem wzrostu strefy euro, zaś dywergencja stóp wzrost w tym ugrupowaniu utrzyma się na podobnym poziomie co obecnie.



Niższa sprzedaż detaliczna w USA

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła w styczniu nieznacznie, o 0,3% m/m po wzroście 0,5% m/m w grudniu oraz wobec rynkowego konsensusu na tym samym poziomie. Po wyłączeniu cen samochodów, paliw oraz materiałów budowlanych dynamika wynosi 0,5% m/m w stosunku do -0,1% m/m w grudniu. Znaczący spadek tempa wzrostu w kategorii materiałów budowlanych (-2,9% m/m) jest spowodowany stycziowym atakiem zimy.



Sprzedaż detaliczna utrzymuje trend wzrostowy, podobnie jak wydatki konsumpcyjne (w grudniu 0,7% m/m), które będą podtrzymywane dodatkowo w drugiej połowie 2010 roku przez powolną poprawę sytuacji na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów. Tym samym styczniowe załamanie można przypisać sytuacji meteorologicznej, zaś przyszła dynamika będzie wzmocniana przez wzrosty cen paliw oraz żywności na światowych rynkach (już teraz widoczne w dużo ważących kategoriach sprzedażowych – stacje paliw z wagą ok. 0,11: 1,4% m/m, sklepy spożywcze z wagą ok. 0,14: 1,3% m/m).

Decyzja RPP, 2. marca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka 25 bps	90%
Stopy bez zmian	10%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

W czasie sesji europejskiej handel EURUSD przebiegał bez wyraźnego kierunku. Wzrosty kursu pojawiły się w czasie sesji amerykańskiej i później, co zaowocowało (dziś rano) wyceną EURUSD na poziomie 1,3560. Wśród przyczyn wzrostów kursu należy przede

Fixing NBP	
EUR/PLN	3.940
USD/PLN	2.916
CHF/PLN	3.007

wszystkim wymienić nieco słabsze dane o sprzedaży detalicznej w USA (choć spadek jest sezonowo, to jednak nieco osłabił nastroje). Dziś cała seria publikacji z USA: sektor domów, produkcja przemysłowa i dodatkowo „Minutes” z posiedzenia FOMC.

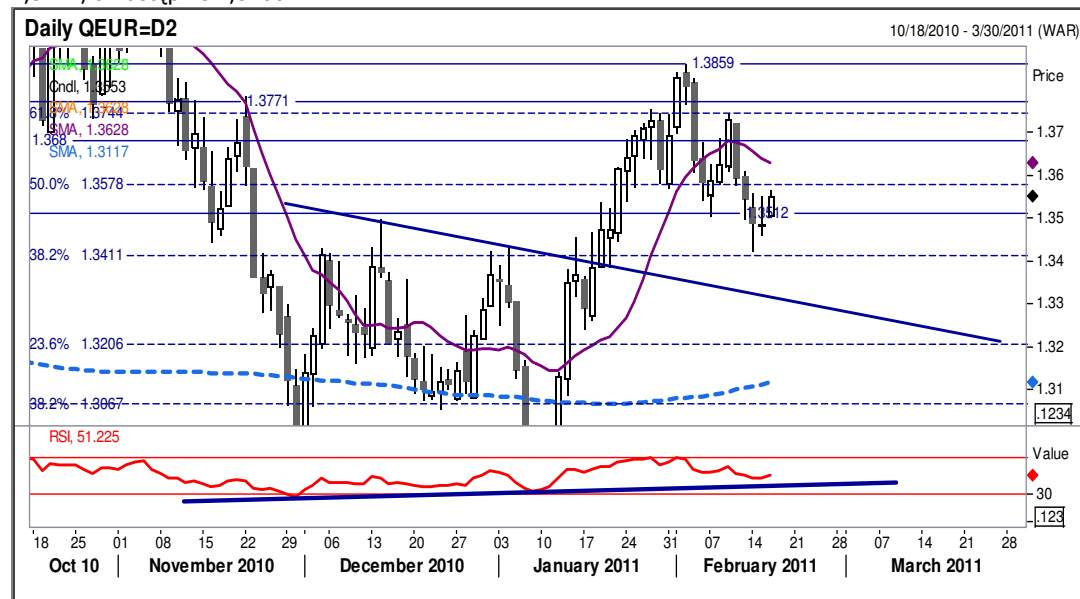
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.349
EUR/JPY	112.970
EUR/PLN	3.927
USD/PLN	2.911
CHF/PLN	3.011

Złoty mocniejszy po publikacji wyższej inflacji i wzroście oczekiwań na zacieśnienie monetarne. Dane o deficycie budżetowym neutralne (neutralne też w zakresie interpretacji – gdy tempo wzrostu gospodarki nie przekracza 4,9% w styczniu pojawiają się średnio rzecz ujmując deficyty). Dziś publikacja danych o płacach i zatrudnieniu – będą one podtrzymywać oczekiwania na zacieśnienie monetarne. W najbliższym czasie na celownik inwestorów trafi aktualizacja polskiego programu konwergencji – według słów Olli Rehna (komisarz finansowy) „nie ma powodu, aby przedłużać zejście Polski poniżej 3% prognozy deficytu poza 2012 rok”.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie linii 1,3512 spowodowało niewielką realizację zysków. Korekta powinna zostać zatrzymana na 50% Fibo. Do linii trendu na RSI jeszcze sporo brakuje. Stąd też oczekujemy dalszego umocnienia dolara. Jeśli Fibo wytrzyma, kolejny cel to 1,3411, a następnie 1,3200.

Wsparcie	Opór
1,3512	1,3741
1,3411	1,3680
1,3300	1,3578

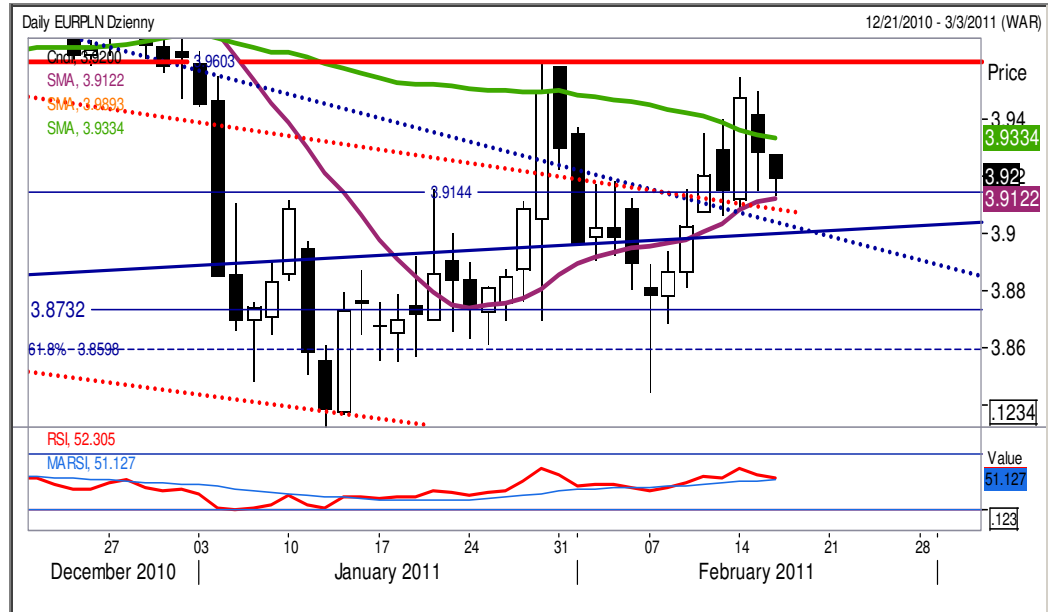


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty w range 3,82-96 (czerwone linie). Obecna sytuacja na wykresie dziennym przypomina podwójny szczyt i w perspektywie może prowadzić do wybicia z przedziału. Zamknięcie poniżej 3,8732 potwierdzi trend aprecyjny.

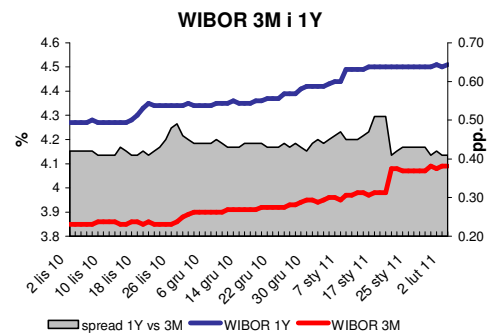
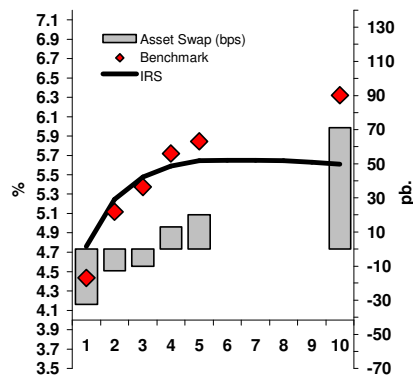
Wsparcie	Opór
3,9144	4,0272
3,9000	3,9900
3,8732	3,9603



Źródło: Reuter

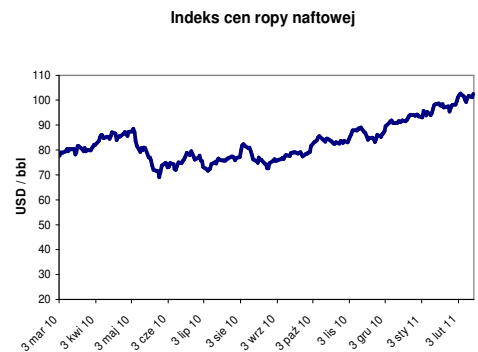
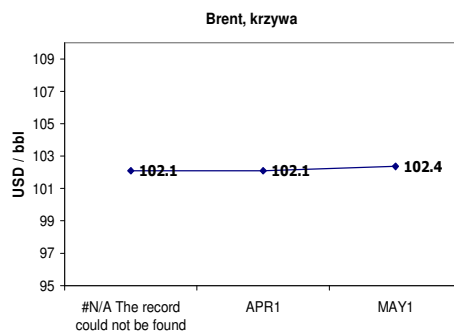
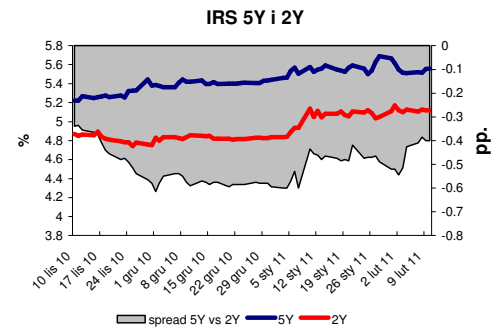
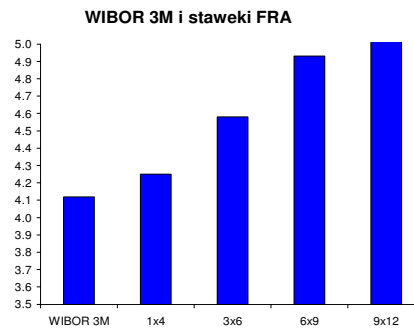
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4.74	4.79
2Y	5.22	5.27
3Y	5.45	5.50
4Y	5.57	5.62
5Y	5.62	5.67
6Y	5.63	5.68
7Y	5.63	5.68
8Y	5.62	5.67
9Y	5.61	5.66
10Y	5.59	5.64



depo	BID	ASK
ON	2.50	3.00
1M	3.66	3.86
3M	3.45	3.60

FRA	BID	ASK
1x2	4.02	4.07
1x4	4.20	4.25
3x6	4.55	4.58
6x9	4.90	4.93
9x12	5.10	5.16



UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROcie INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.